

# 美国房地产市场降温的影响

◎钟正生 范城恺

**摘要:** 2020年新冠疫情暴发以后,美国房地产市场异常繁荣,本轮美国房地产繁荣是短周期与长周期交织的结果。未来一段时间,在购买力下降和流动性紧张的影响下,美国房地产市场仍有降温空间;但鉴于市场供需并未失衡,且居民和银行的风险敞口有限,叠加美联储的保驾护航以及财政支持,美国房地产相关金融风险可控。美国房地产降温对经济和就业的负面冲击有限,且有助于遏制通胀,或不会干扰美联储紧缩的政策立场。美国资本市场受房地产降温的直接影响可能有限,货币紧缩的影响将更为核心。

**关键词:** 美国房地产;周期;新冠疫情;美联储

**中图分类号:** F831      **文献标识码:** A

房地产市场是美国经济和金融体系中的重要角色,同时对货币政策高度敏感。2020年新冠疫情暴发后,在大规模货币和财政政策刺激下,美国房地产市场异常繁荣,2020—2021年美国20城房价指

数累计涨超30%。2022年以来,在美联储大力度紧缩过程中,美国房地产市场快速降温,2022年下半年以来美国20城房价指数环比下跌。展望未来,美国房地产市场降温还有多少空间?“房地产危机”是否会重演?是否会对美国经济、美联储政策和资本市场产生影响?

## 一、美国房地产周期快速切换

### (一) 2020—2021年房地产走向繁荣

2020—2021年,美国房地产市场在新冠疫情冲击后快速复苏,并进一步演化为2007—2008年次贷危机以来最盛的“地产繁荣”。从销量看,2020年上半年美国房屋销量受疫情影响下滑,4—6月成屋销量(折年数)相比2019年同期累计下降273万套,但在2020年下半年以后快速回升,并在2021年延续繁荣。2020—2021年,美国房屋销量整体上远高于近十年的平均水平,成屋与新屋年

作者简介:钟正生,平安证券首席经济学家;范城恺,平安证券助理宏观分析师。

图1 2008—2022年美国住房销量

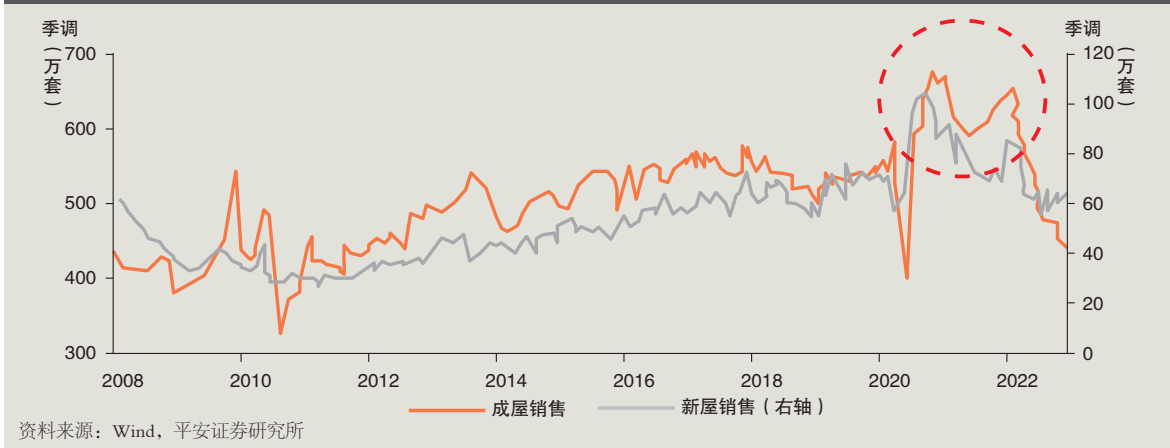
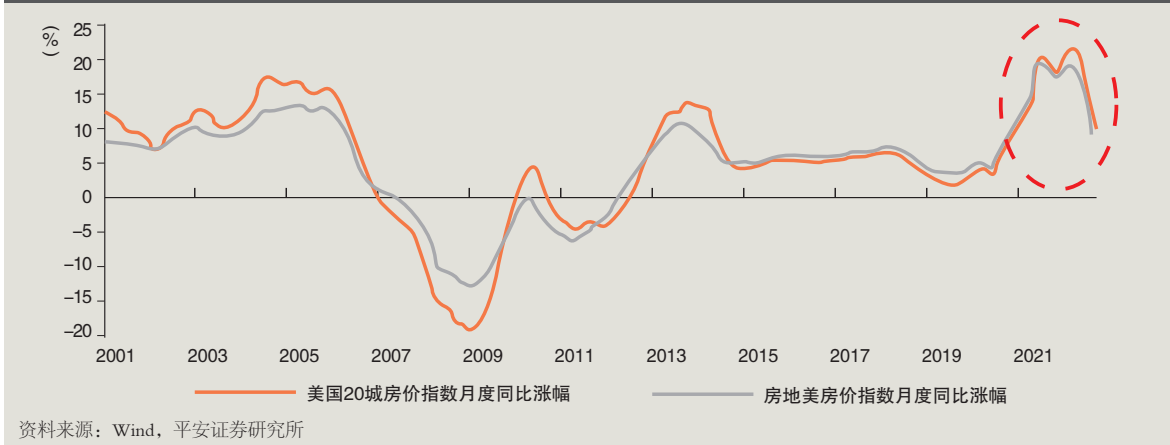


图2 2001—2021年美国房价



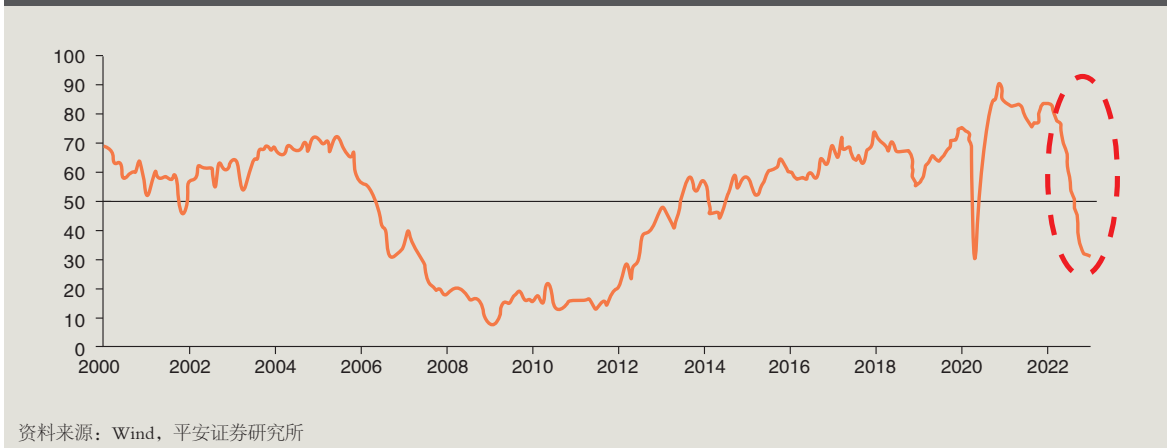
销量均值分别高出近十年平均水平 1071.8 万套（增长 18%）、379.5 万套（增长 65%）。从价格看，美国 S&P/Case-Shiller 20 城房价指数（下文简称“20 城房价指数”）和房地美房价指数累计涨幅均超过 30%，月度同比增幅在超过一年的时间里保持在 15% 以上，涨势不仅明显超过次贷危机后水平，甚至不亚于次贷危机前“房地产泡沫”时期水平。

本轮美国房地产市场升温离不开库存周期的启动。2007—2008 年次贷危机后，美国房地产市场经历了为期 2 ~ 3 年的快速去库存阶段。之后，虽然住房需求步入较为稳定的增长阶段，但在次贷危机的前车之鉴下，住房投资维持谨慎，使得住房库存水平持续缓慢下降。截至 2019 年年底，美国成屋库存从次贷危机前最高水平的 404 万套减少至 139 万套，成屋可销售月数降至 3 个月，低于 2005 年年初 3.6 个月的历史低位。这意味着，即使 2020 年

没有发生新冠疫情和政策刺激，美国房地产市场也会启动补库周期，而供给的紧张也为后来房价大幅攀升埋下伏笔。

美联储推出超宽松货币政策，引燃购房需求。2020—2021 年，美联储实施了“零利率+巨量 QE”的宽松货币组合，美国 10 年期国债收益率于 2020 年 8 月降至历史新低的 0.52%，继而美国 30 年期抵押贷款固定利率也于 2021 年 1 月达到历史低点 2.65%。除降息和购买国债之外，美联储通过大量购买住房抵押贷款支持证券（MBS），给予房地产市场更为直接的流动性支撑。美联储持有的 MBS 规模从 2020 年 2 月末的 1.4 万亿美元增加至 2021 年 12 月末的 2.6 万亿美元，在不到两年的时间内增长了 86%。历史性的低利率与房地产相关流动性支持，极大地提升了居民购房需求，并鼓励了银行借贷活动，成为美国房地产周期强势开启的直接推手。

图3 2000—2022年全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数



美国政府推出大规模财政刺激，为住房供需再添力。2020—2021年美国实施了多轮大规模财政刺激，可视为货币政策的一种延伸。其中，美国推出了一系列直接或间接刺激房地产需求和供给的财政计划。首先，财政补贴整体提升了居民消费能力。拜登政府于2021年3月公布1.9万亿美元的《美国救援计划》，向大多数美国人直接提供1400美元的补助金，还发放多轮大规模失业救济补贴。这使得美国居民整体储蓄水平大幅上升，激发了居民的购房热情。其次，购房税收优惠直接鼓励了购房消费。拜登政府于2021年1月发布了6400亿美元住房计划，包括为首次购房者提供最多1.5万美元的税收减免等优惠政策。最后，财政计划大力度鼓励住房相关投资。在拜登政府2021年3月推出的《美国就业计划》中，计划支出2130亿美元，用于建造、维护和翻新超过200万套住房和商业建筑。

### （二）2022年房地产市场骤然降温

2022年以来，美联储为遏制通胀而采取了历史性的力度紧缩，房地产市场首当其冲受到冲击，住房销售、市场景气等指标降温程度甚至堪比2007—2008年次贷危机时期，与2020—2021年美国房地产市场的火热局面形成了鲜明对比。

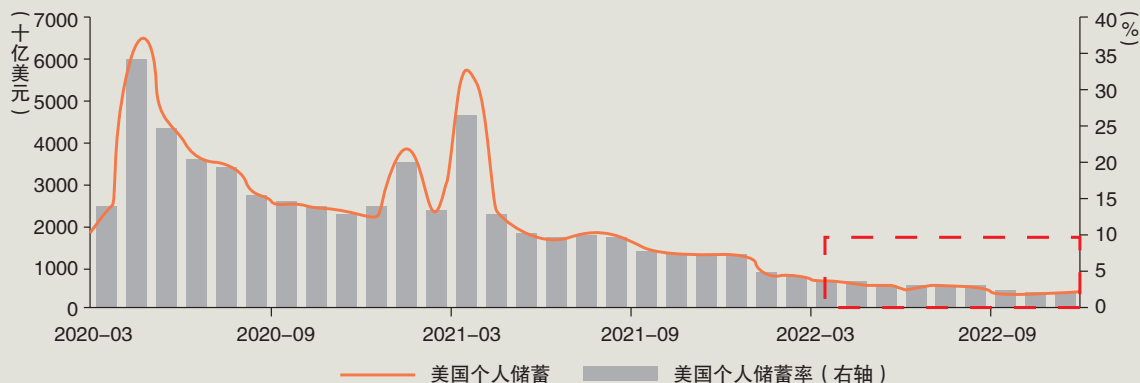
从景气程度看，美国房屋销售和购买预期骤然降温。衡量房地产市场景气度的全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数，曾于2020—2021年持续保持高位，最高曾升至90；但2022年以来连续下降，8月以来降至50枯荣线之下，且

下跌斜率较2007—2008年次贷危机时期更为陡峭，这表明多数建筑商对美国房屋销售前景的预期急转直下。房地美2022年10月的调查数据显示，认为“当前是购房好时机”的消费者占比从疫情后最高水平61%下降至16%，房地美购房信心指数也已跌至56.7，是十多年来最低水平。

从价格看，房价绝对水平仍处于高位，但已由峰值回落。截至2022年10月，以20城房价指数和房地美价格指数衡量的美国房屋价格绝对水平仍处于疫情后高位，但同比增速已从20%左右的历史高位“腰斩”，环比增速自2022年下半年开始转为负增长。截至2022年10月，20城房价指数房地美指数较本轮峰值已分别累计下跌4.6%和2.5%。从销售看，美国住房销量已低于疫情前水平，且跌幅堪比2007—2008年次贷危机。截至2022年11月，美国成屋销售与新屋销售数量（折年数）分别为409万和64万套，相比疫情后最高水平（2020年下半年）分别下降了39%和36%，相比疫情前（2020年2月）分别下降了20%和7%。2022年11月，美国成屋销售同比下跌35%，跌幅已经超过2007—2008年次贷危机期间最大同比跌幅的31%（2007年12月）。

从新建看，美国新屋开工和营建许可也已低于疫情前水平，但较销售情况更有韧性。截至2022年11月，美国新屋开工和营建许可数量（折年数）分别为142.7万套和135.1万套，较2022年年初的本轮峰值分别下降了20%和26%，较疫情前水平（2020年2月）分别下降了9%和7%。不过，相比

图4 2020—2022年美国居民个人储蓄及储蓄率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

销售情况,美国房屋新建水平保持更强韧性。2022年11月,新屋开工和营建许可同比分别下跌16%和22%,而次贷危机后二者的同比跌幅曾高达50%左右。

### (三) 2023年房地产市场延续降温态势,但空间或有限

海外主流机构预计,2023年美国房价或从2022年峰值下降5%~10%,但房价水平仍可能超过2021年。摩根士丹利于2022年10月预测,以20城房价指数衡量的美国房价,在2022年年末或由峰值回落5%,2023年还将进一步下降4%。高盛在2022年10月预测,美国2023年房价将较2022年峰值下降约5%~10%。根据房价走势和住房负担能力的信号,美国房地产市场的前景已大幅恶化,房地产市场的下跌可能比其模型显示的更严重。据《财富》杂志报道,穆迪分析在2022年9月预计,美国房价在未来12~18个月内不会触底,房价从峰值到谷底的跌幅将在5%~10%之间;如果美国经济陷入严重衰退,从峰值到谷底的跌幅将达到15%~20%。富国银行在2022年10月发文称,2023年美国房价将出现同比下跌,与2022年相比,全国现有独栋住宅价格中值相预计将下降5.5%;但“供给短缺和强劲需求将限制房价下跌的幅度”,其预测2023年美国房价仍将高于2021年的平均水平。

本文认为,2023年美国房地产市场的主要压制因素为购买力下降及流动性偏紧。购买力方面,当前美国居民储蓄率已经降至低于疫情前水平,2022

年11月美国个人储蓄率仅为2.4%。展望2023年,美国经济衰退担忧逐步兑现,但相关政策暂时难以向支持经济复苏转变,居民收入预期仍较弱,叠加较低水平的储蓄,美国居民的购房能力或进一步下降。流动性方面,美联储12月议息会议虽然放缓加息,但仍释放了“鹰派”信号,强调加息还有“很长一段路要走”,会较长时间尽量保持足够限制性的利率水平,更是较为明确地表示2023年可能不会降息。同时,美联储缩表仍在“全速”运作。预计2023年上半年美国国债利率、抵押贷款利率易升难降,下半年有望小幅回调,全年或将整体保持高位运行。高利率和流动性偏紧可能持续限制银行房贷积极性,抬升居民购房成本,使购房需求进一步走弱。

具体估算贷款利率上行对美国房地产市场的影响。其一,预计2023年长期贷款利率均值或较2022年上行1个百分点。截至2022年12月23日当周,美国30年期抵押贷款固定利率年内均值为5.3%;展望2023年,本文预计30年期贷款利率保持高位运行,全年均值水平或在6.3%左右。其二,本文估算2023年美国长期贷款利率上行或使美国成屋销售下降7.5%至平均480万套,营建许可减少10%至151万套,成屋中间价下降5%至36.6万美元。纽约联邦储备银行与世界银行2021年9月发布研究报告,具体测算了美国房地产市场对贷款利率的敏感程度,认为长期抵押贷款利率每下降1个百分点,美国营建许可或增加超过10%,成屋销售或增加5%~10%,房价或上涨不到5%。本文

图5 2007—2022年美国联邦基金利率、30年期抵押贷款固定利率、10年期国债收益率

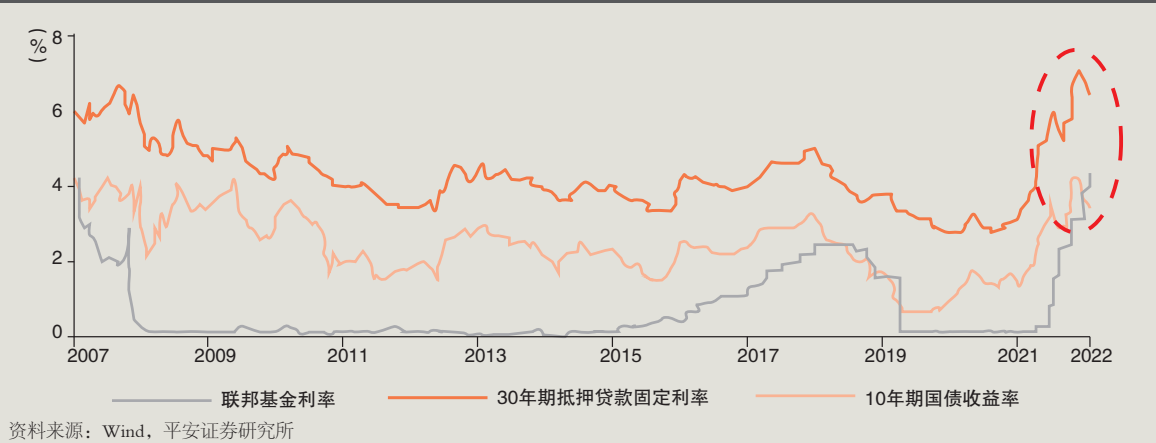


表1 2023年美国房地产市场主要指标预测

	30年贷款利率均值	成屋销售	营建许可	成屋中位价
2022年	5.3%	519 万套	168 万套	38.5 万美元
2023年	6.3%	480 万套	151 万套	36.6 万美元

资料来源：美联储和世界银行（2021年9月），Wind，平安证券研究所  
注：2022年贷款利率均值计算更新至12月23日，其他数据为1-11月均值。

假设上述相关性具有对称性，并相应计算长期贷款利率上行1个百分点带来的影响。

不过本文认为，2023年美国房地产市场降温空间有限。由于市场供需并未失衡，且居民和银行的风险敞口有限，叠加美联储的保驾护航以及财政支持，房地产相关金融风险可控，难以发生类似2007—2008年次贷危机时期的下跌。

## 二、美国房地产市场金融风险可控

美国房地产市场与金融市场密不可分。历史上，房地产市场出现危机的传导路径是，购房需求减弱、房屋价格下跌、居民房贷难以偿付、金融机构资产质量下降、资产大量抛售，最后引发流动性和金融危机。通常而言，房地产危机的“前奏”是高房价、高泡沫（例如住房自有率和空置率较高）、高杠杆、高贷款拖欠率等危险信号。但本文认为，本轮美国房地产风险信号不强，且美国货币和财政政策对房地产市场提供了必要支持，继而房地产相关金融风险或可控。

### （一）房价上涨合理

首先，横向比较，美国房价涨幅并未明显超过

其他发达经济体。新冠疫情后，全球货币和财政宽松下，发达经济体房价普遍大幅上涨。房地产咨询公司莱坊国际发布的全球房价指数显示，2020年和2021年，全球房价平均分别上涨了5.6%和9.2%。达拉斯联储统计的全球实际房屋价格指数显示，从2020年到2022年上半年，全球房价上涨最快的前二十经济体（多为发达国家）实际房价平均上涨了18.8%，美国实际房价上涨25.1%，位列全球第六。

其次，纵向比较，美国房价租金比短期“摸高”不足以构成风险信号。2022年5月，以美国20城房价指数和CPI住房租金指数衡量的“房价租金比”创历史最高水平0.87，超过次贷危机前最高水平0.86（2006年5月）。但这并不意味着房价涨幅已经脱离基本面，更多反映了本轮美国房价上涨较快，而住房租金价格反应滞后，所以暂时推高了这一指标。美国CPI住房租金在经过CPI总指数的调整后，曾于2022年年中达到历史低位，对应同期房价指数达到本轮峰值，足以体现房租上涨的滞后性是房价租金比攀升的主要原因。未来一段时间，随着房价回调，住房租金仍将进一步上涨，房价租金比将继续回落至更为合理的水平。总之，短期“摸高”的房价租金比并不足以证明美国房地产市场存在泡沫风险。



图6 2000—2022年第二季度全球实际房屋价格指数涨幅

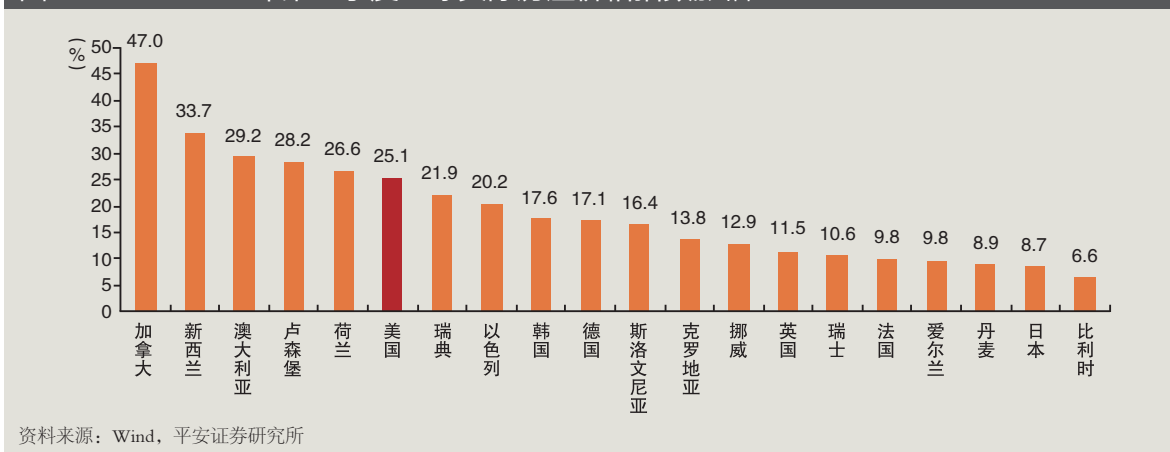
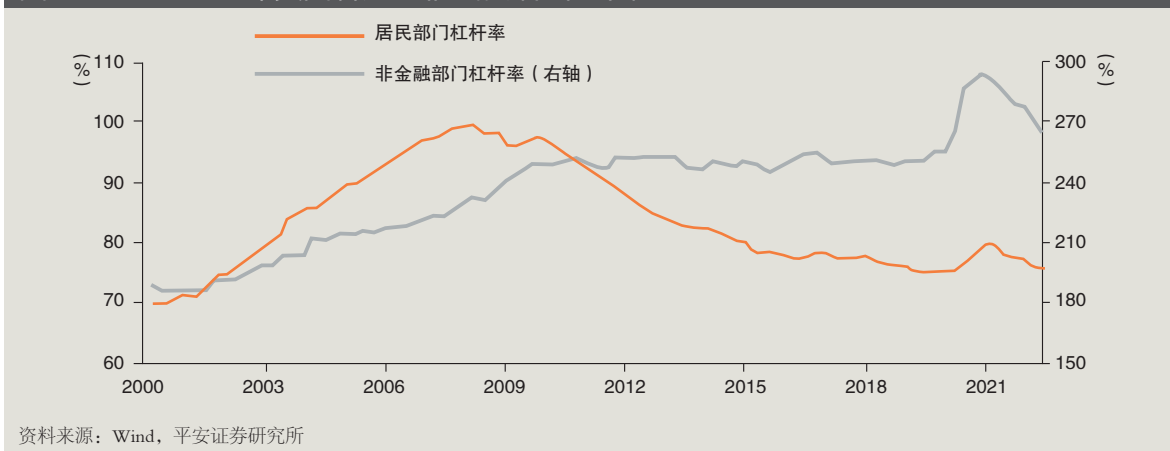


图7 2000—2021年美国居民、非金融部门杠杆率



最后,美国住房自有率与房屋空置率较低,房价上涨更有实际需求支撑。截至2022年第三季度,美国住房自有率为66.0%,低于次贷危机前最高水平(69.2%);房屋空置率仍保持在0.9%左右的历史低位。据IMF统计,在全球不同经济体中,2020年房价涨幅与住房自有率呈现明显的负相关性,美国的房价涨幅并未偏离这一趋势。由此可见,美国本轮房地产周期中房价飙升的主要原因是“供不应求”,真实购房需求推动了房价上升,而不由投资性需求主导。

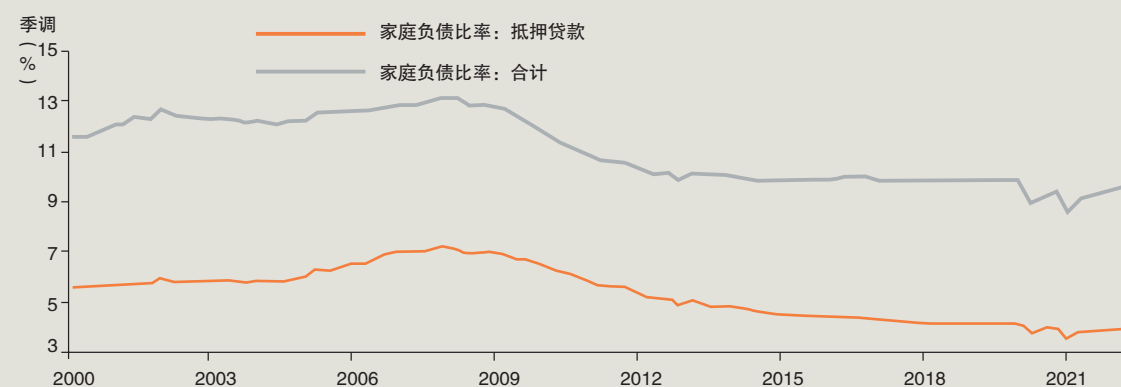
## (二) 风险敞口有限

从居民资产端看,居民杠杆率和家庭贷款负债率均处低位,居民资产端对房地产的风险敞口较小。次贷危机以来,美国非金融部门的杠杆率维持高位,但其中居民杠杆率稳步下降。新冠疫情以后,居民杠杆率虽有所抬升,但幅度明显小于非金融部

门整体水平;截至2022年6月,居民杠杆率已连续下降数月,降至75.6%,远低于次贷危机前的最高水平(99.1%)。当前美国房价已触顶回落,居民杠杆率上行空间更为有限。美国家庭抵押贷款负债率自次贷危机后也一路下降,截至2022年6月仅为3.9%,约为次贷危机前的一半。

一般而言,居民杠杆率上升至何种水平会导致房地产泡沫破裂,很难有一个绝对临界值。瑞士、挪威、丹麦居民杠杆率都超过110%,但并未出现房地产危机。但居民杠杆率快速升高往往伴随着房地产泡沫化,且房价高点通常领先于居民杠杆率的高点。美国本轮房地产周期中居民杠杆率较低,核心原因在于,疫情后美国向居民直接发放了大量一次性财政补贴,由于直达居民口袋,居民无需大幅增加借贷,因而杠杆率较低。这也意味着,后续居民无需还债,不存在借贷过度后去杠杆带来的痛苦

图8 2000—2021年美国家庭抵押贷款负债比率



资料来源：Wind，平安证券研究所

余波，继而金融风险较小。

从银行资产端看，当前住房抵押贷款占比及拖欠率均处于历史低位，银行面临的相关流动性风险较小。通常而言，若房价进入下跌阶段，由于资产折价与债务破裂可能导致居民住房抵押贷款违约率上升，银行资本充足率下降，继而可能面临流动性危机。然而，自次贷危机后，美国住房抵押贷款占银行总资产比重持续下降，当前处于历史低位(10.7%)，远低于次贷危机前最高水平(19.7%)。因此，即使居民住房抵押贷款违约率上升，对银行造成的影响也较为轻微，难以出现流动性危机。此外，值得一提的是，2022年以来，美国住房抵押贷款拖欠率不升反降，截至2022年第三季度下降至历史低位(1.21%)。这也体现出，快速上升的贷款利率并未破坏银行资产的健康程度。

### (三) 政策保驾护航

在货币政策方面，美联储在全球金融危机的前车之鉴下，预防和应对房地产危机的工具更加充足。从预防角度看，2010年奥巴马政府推出《多德-弗兰克法案》，开启历史性的金融监管改革，美国金融业的杠杆水平持续下降，迄今为止绝大部分金融资产都或多或少面临杠杆限制，使得当前美国金融体系风险明显小于次贷危机前。从应对角度看，2008年全球金融危机后，在传统货币政策工具之外，美联储创设了一系列直接或间接化解房地产危

机的货币政策工具，及时补充短期流动性，同时扩展中长期信用，包括直接购买房利美、房地美的中长期债券。较为成功的应对工具与经验，在当下也可成为市场的“定心丸”，一定程度上可防止市场的恐慌性抛售行为，增加房地产及相关金融市场的韧性。

值得一提的是，美联储默许本轮MBS缩表慢于计划，或也是出于管控房地产风险的考虑。美联储从2022年6月开始缩表(QT)，按计划每月拟减持475亿美元资产<sup>①</sup>，9月以后增加到950亿美元<sup>②</sup>。然而，美联储缩表实际规模低于计划，尤其MBS减持进度更为缓慢，实际与计划持有差额呈扩大之势，截至2022年11月达1088亿美元。MBS缩表节奏偏慢的主要原因是，贷款利率快速上升削弱了居民还贷能力与意愿，使提前还贷数额减少，拉长了MBS的存续期。因此，美联储“被动”缩表(被动等待MBS到期不续做)的进度受阻。但在房地产市场大幅降温、市场对房地产担忧上升的背景下，美联储目前并未选择“主动”缩表(出售MBS)以追赶计划进度，对减持MBS采取谨慎态度，或也是出于避免房地产市场过快降温引发危机的考虑。

财政政策方面，美国房地产相关支持政策仍有余力，有望进一步托底地产“软着陆”。2021年3月拜登政府推出的《美国就业计划》包括2130亿美元住房投资以及其他近1万亿美元的基建投资，这一计划的实施周期为八年，因而2023年及以后仍处于逐步兑现阶段。2022年5月，拜登政府针对住房市场进

① 300亿美元国债+175亿美元MBS。  
② 600亿美元国债+350亿美元MBS。

表2 2007—2008 年美联储应对金融危机的创新工具

类别	政策工具	创新时间	参与机构	政策工具的操作
第一类：针对更为广泛的金融机构发挥“最后贷款人”作用，提供短期流动性的货币政策工具	短期招标工具 (TAF)	2007 年 12 月	达到贴现窗口基本信贷要求的机构	美联储事先公布拍卖的总金额，最低报价利率为 1 个月的 OIS，存款机构通过拍卖的机制获得资金，确定利率，TAF 期限为 28 天和 84 天两类，抵押品范围和贴现窗口要求相同
	一级交易商信贷工具 (PDCF)	2008 年 3 月	一级交易商	一级交易商通过清算银行向美联储提出申请，清算银行根据其抵押品计算所能获得信贷数额，从而获得美联储资金，抵押品包括可用于公开市场操作回购协议的债券以及有市场价格的投资级公司债、市政债、MBS 和 ABS，利率为再贴现率，期限为隔夜
	定期证券借贷工具 (TSLF)	2008 年 3 月	一级交易商	美联储事先公布拍卖国债的平价，一级交易商以其债券作为抵押通过拍卖的方式融得国债，可作为抵押品的债券种类与 PDCF 相同，期限为 28 天
第二类：为信用市场提供短期流动性，缓解信贷收缩的货币政策工具	资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具 (AMLF)	2008 年 9 月	存款类金融机构和银行控股公司	存款类金融机构和银行控股公司从美联储以再贴现率融资，用于向货币市场共同基金购买资产支持商业票据，所购票据作为融资的抵押品，对于银行类借款者期限不超过 120 天，非银行类借款者期限不超过 270 天
	商业票据融资工具 (CPFF)	2008 年 10 月	票据发行人	美联储设立 SPV(特殊目的机构)，SPV 通过一级交易商购买票据发行者发行的无担保或者资产支持商业票据，票据期限为 3 个月，利率为 3 个月 OIS 加一个固定价差
	货币市场投资者融资工具 (MMIFF)	2008 年 11 月	货币市场投资者	由私人部门成立 5 个 SPV，SPV 向合格货币市场投资者购买存单、银行券、商业票据等资产，SPV 的资金来源可通过美联储的 MMIFF 机制融资，也可通过发行资产支持商业票据融资，美联储融资利率为再贴现率
第三类：为扩展中长期信用的货币政策工具	中长期证券购买计划	2008 年 11 月	房利美、房地美和联邦房贷银行	美联储购买房利美、房地美和联邦房贷银行的债券以及其 MBS
	定期资产支持证券信贷工具 (TALF)	2009 年 1 月	美国公司和投资基金	美联储成立 SPV，持有 ABS 的美国公司或者投资基金可以 ABS 为抵押，通过一级交易商向 SPV 融资，期限为 3 年，浮动利率为 1 个月 LIBOR 加 100 个基点，固定利率为 3 年 LIBOR SWAP 加 100 个基点

资料来源：美联储，平安证券研究所

表3 2022 年5月美国“减轻住房成本负担”计划主要内容

政策类别	政策内容
首次大规模奖励在某些联邦拨款程序中以更高分改革分区和土地使用政策的司法管辖区	利用《两党基础设施法》(BIL)的交通资金鼓励州和地方增加住房供应
	将经济适用房开发纳入交通部计划
部署新的融资机制用于建设和维护更多住房	将土地利用纳入美国经济发展局(EDA)的投资重点
	支持成屋的生产和供应，发展成屋贷款
扩大和改进现有的联邦融资形式，包括用于可负担的多户家庭房产的开发和维护	扩大经济适用房的规模，试行经济适用房和房屋翻新融资工具
	农业部“永久建设计划”，推动农村独栋建筑开发
	加强对建设多户住宅的企业的融资支持
	利用《美国救援计划》基金投资经济适用房
	推动 HOME 成为建设和维护可负担住房的重要工具
确保住房供应更多流向现有租户或非营利组织，而非大型机构投资者	通过联邦金融银行的风险分担计划，推动住房建设
	减少交易成本和重复，促进经济适用房开发
	支持建造 8000 多套农村多户住房
	支持为印第安人建造经济适用房
与私营部门合作应对供应链挑战并改进建筑技术	住房直接供应给自住业主与实体企业
	鼓励对自住用户和实体企业进行本地销售
	与私营企业合作解决建筑材料供应链中断问题
敦促国会尽快通过 2023 财年度预算，其中包括大规模住房相关的强制性支出等	促进房屋模块化，加大建筑研发
	招募更多工人从事高薪建筑工作
	对住房和城市发展部用于可负担住房相关项目的强制性支出。
	对于建设经济适用房的增款提案
	通过立法方式为中低收入购房者提供税务减免、新建和修复 12.5 万套住房

资料来源：白宫，平安证券研究所

一步推出了“减轻住房成本负担”的新计划，计划在未来 3 年新建并维护数十万套住房，同时计划在 2023

财年预算中新增合计 350 亿美元的住房相关支出，此外还督促地方政府将 2021 年《美国救援计划》和



表4 美国房地产业对GDP 增长的贡献（含预测）

直接影响	2000—2005	2005—2010	2010—2020	2021	2022E	2023E
GDP 增长率	2.68%	1.00%	1.83%	5.90%	1.90%	0.00%
住宅投资增长率	11.46%	-12.00%	10.31%	10.70%	-10.90%	-16.00%
实际消费增长率	3.51%	2.44%	1.67%	8.30%	2.70%	0.10%
住宅投资对 GDP 贡献	0.54%	-0.79%	0.26%	0.71%	-0.51%	-0.75%
住房服务消费对 GDP 贡献	0.41%	0.30%	0.22%	0.02%	0.33%	0.01%

资料来源：美国谘商会（2022 年 12 月），NAHB，Wind，平安证券研究所  
注：假设住房服务消费增速与所有消费增速一致。

2022 年《两党基础设施法》中的部分资金投入住房建设中。总之，由于美国住房供给不足，政策对新建住房整体持鼓励态度，一定程度上将抵消货币紧缩带来的压力，有望托底住房投资不过快萎缩。

### 三、美国房地产降温影响有限

#### （一）对经济的影响

根据 NAHB 数据，美国房地产业对经济增长的直接影响主要分为两部分：一是住宅投资（新屋建设、住宅改造等），约占 GDP 的 3% ~ 5%；二是住房服务消费（租房者支付的房租和水电费等），约占 GDP 的 12% ~ 13%。

本轮美国房地产市场降温对 GDP 增长的冲击集中体现在住宅投资，预计 2023 年住宅投资拖累美国 GDP 增速 0.75 个百分点左右，住房服务消费有望保持小幅正增长。参考美国谘商会 2022 年 12 月的最新预测，美国实际 GDP 增速将由 2022 年的 1.9% 下降至 2023 年的 0%，美国住宅投资增速将由 -10.9% 进一步下降至 -16%，实际消费支出增速则由 2.7% 下降至 0.1%。按照 NAHB 提供的 2021 年住宅投资与住房服务占比，本文测算，2022 年住宅投资下滑对美国 GDP 的贡献为 -0.51%，2023 年的贡献为 -0.75%；假设住房服务消费与所有消费支出增长率保持一致，则 2022 年住房服务消费对美国 GDP 贡献为 0.33%，2023 年的贡献为 0.01%。考虑美国房租上涨及其他服务消费复苏仍有空间，2023 年住房服务消费还有望高于整体消费增长水平，对经济增长的贡献或更大。

除直接影响外，房价下跌或形成负财富效应，间接抑制居民消费，但预计这一影响相对有限。近十年，美国房地产在居民资产总额中的占比保持在 25% 左右，仍是居民资产的重要组成部分。房价下

跌会导致居民拥有的房地产资产贬值，降低居民贷款的抵押净值，打击居民的消费意愿。历史数据显示，房地产资产规模增速与居民消费增速具有一定相关性，体现了房地产资产变动带来的财富效应。不过，2008—2021 年，房地产在美国居民资产总额的占比由 30% 下降至 25% 左右，股票和基金占比则由不到 30% 上升至 35% 以上。展望 2023 年，考虑到美国房价下跌空间不大（据上文测算全年房价跌幅或不超过 10%），且股票和基金资产规模在经历 2022 年的调整后有望重回增长，继而房价下跌带来的负财富效应或相对有限。

#### （二）对就业的影响

本轮房地产降温对美国就业市场冲击较小，其原因是房地产相关行业吸纳就业人数有限，且已实现“充分就业”。截至 2021 年，美国房地产相关行业（建筑业、房产和租赁业）吸纳的就业人数占比仅为 8% 左右。此外，当前美国就业市场的短板是休闲与酒店业，失业率仍高达 5.8%，尚未恢复至疫情前水平，而房地产相关行业已率先恢复，甚至低于疫情前水平。截至 2022 年 11 月，美国建筑业、金融业、专业和商业服务业失业率分别为 3.9%、1.9% 和 3.7%，处于历史低位。因此，即使未来房地产降温，其对就业市场造成的冲击或也较为有限。

#### （三）对通胀的影响

本轮房地产降温最终将有助于美国通胀降温，即使租金变动存在滞后性。截至 2022 年 11 月，“住宅”在美国 CPI 分项权重中占比高达 42%，其中“住房租金”（包括住所租金和业主等价租金）权重约占 32%，因此租金对通胀有重要影响。高房价和住房市场供需偏紧使得房租涨幅较高，截至 2022 年 11 月，美国 CPI 同比达 7.1%，其中住房租金同比

达 7.2%。而美国住房租金与房价存在滞后相关性，因此美国房价回落最终将有利于降低房租、抑制通胀。此外，房价下跌带来负财富效应，也能一定程度上抑制居民的消费需求，进一步缓和通胀压力。但需要注意的是，由于房价传导至房租需要 1 ~ 1.5 年左右，预计 2023 年上半年租金仍有上涨惯性，下半年租金增速有望明显回落，使得美国 CPI 通胀率回归至更合理的水平。本文的基准预测是，2023 年上半年，CPI 住房租金分项环比增速平均或保持在 0.5% ~ 0.6% 高位，下半年有望回落至 0.4% 以下。

#### （四）对货币政策的影响

综合来看，美国房地产降温或不会干扰美联储维持紧缩的政策立场。首先，如前所述，本轮美国房地产降温带来的金融风险可控，或不会威胁美联储维护金融稳定的目标。其次，由于房地产降温空间有限，继而对经济增长的影响有限。尤其是，房地产相关行业的就业市场降温，非但不会阻碍美联储实现最大就业的目标，反而有利于缓解就业市场的过度紧张，某种程度上是美联储所乐见的。最后，房地产降温在中期有助于遏制租金增速，帮助拉低总体通胀率，这恰好符合货币紧缩的预期效果。因此，本轮美国房地产降温可能不会成为美联储采取紧缩政策的“绊脚石”。

不过，从另一个角度看，房地产降温使美联储更有信心选择在 2023 年上半年停止加息。美联储在 2022 年 11 月首次提到，在未来加息决策时会考虑加息的“累积影响”“滞后影响”和“经济金融发展状况”。截至 2022 年第四季度，美国失业率维持在 3.5% ~ 3.7% 的历史低位，PCE 通胀率仍高于 5%，处于“高得不可接受”的水平。但房价下跌、住房投资和销售快速下降，成为美联储遏制需求、抗击通胀的阶段性成果。从房地产降温至房租和总体通胀水平下降，虽然仍需时日，但方向较明确。从货币政策选择看，一方面，如果持续加息，美联储管控房地产和金融风险的成本会加大；另一方面，如果暂停加息但维持高利率较长时间，2023 年贷款利率平均水平将高于 2022 年，使房价受到进一步抑制，从而不会破坏遏制通胀的努力。总之，房地产降温一定程度上是美联储乐见的，也赋予了美联储信心，选择在适当的时候放缓紧缩节奏，尽可能

追求实现美国经济“软着陆”的目标。

#### （五）对资产配置的影响

单纯从相关性来看，美国房价下跌时期通常出现“地产股弱、债强、美元弱”的组合。历史数据显示，美国房价与房地产股票、美债利率和美元指数都具有较明显的正相关性。其中逻辑在于，房价上涨时期，美国经济表现较强，房地产公司股价得到盈利上涨的支撑；同时，美联储政策或偏紧，继而美债利率上扬，美元指数强劲。反之，房价下跌时期通常也意味着经济疲弱，美联储政策或趋松，促使美债利率和美元指数下行。

然而，2023 年美国房价下跌或难立刻驱动货币政策转松，继而可能呈现“地产股先弱后强、债不强、美元不弱”的特殊局面。美国本轮经济周期的特点是滞胀，货币政策的主要矛盾是控通胀防衰退。除非美国房地产遭遇重大危机，迫使美联储宽松救市，否则 2023 年美国货币政策仍将维持偏紧局面。如前分析，本文认为美国房地产仅是有限降温，难以干扰美联储紧缩的政策立场，继而 2023 年美国金融市场的主线仍将围绕货币紧缩而非宽松。在此背景下，预计 2023 年上半年，美国房地产相关股票仍会受到高利率、低盈利增长的压制。不过，由于本轮美国房地产股票的敏感性强于房价（2022 年 4 月房地产股票触顶，2022 年 7 月美国 20 城房价指数才触顶），预计房地产股价有望领先于房价反弹，节点可能是 2023 年第二季度美联储切实停止加息时。2023 全年来看，若美联储不降息，美债利率和美元指数仍可能在偏紧的流动性环境中保持较高水平运行。

#### 参考文献

- [1] 莱坊国际 . 2022 年全球房地产投资趋势报告 [EB/OL]. <https://www.sgpjbg.com/info/32430.html>
- [2] 纽约联储 . 房地产繁荣与贷款利率下行 . <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/09/the-housing-boom-and-the-decline-in-mortgage-rates/>
- [3] 美国国会研究处 . 美国经济介绍：住房市场 . <https://sgp.fas.org/crs/misc/IF11327.pdf>

（责任编辑：周宇）